

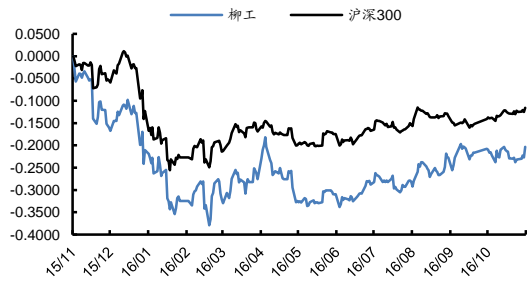
研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001  
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn

## 降本增效+国际化转型，明年业绩有望反转

### ——柳工（000528）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

| 表现    | 1M  | 3M   | 12M   |
|-------|-----|------|-------|
| 柳工    | 0.5 | 10.9 | -17.7 |
| 沪深300 | 2.5 | 4.9  | -11.6 |

#### 市场数据

|            | 2016/11/11  |
|------------|-------------|
| 当前价格（元）    | 7.45        |
| 52周价格区间（元） | 5.69 - 9.45 |
| 总市值（百万）    | 8383.05     |
| 流通市值（百万）   | 8381.83     |
| 总股本（万股）    | 112524.21   |
| 流通股（万股）    | 112507.76   |
| 日均成交额（百万）  | 96.41       |
| 近一月换手（%）   | 25.27       |

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 事件：

2016年10月29日，公司发布第三季度报告：前三季度公司实现营业收入50.27亿元，同比减少0.44%；归属于上市公司股东的净利润629万元，同比减少72.06%。

#### 投资要点：

- **工程机械景气略有回暖，公司第三季度业绩降幅收窄。**今年以来受益于全国商品房市场销售快速增长，工程机械行业景气有所提高。2016年前三季度我国挖掘机累计销量为50930台，同比增长12.8%。公司第三季度业绩开始改善，实现营业收入13.99亿元，同比增长2.93%，归母净利润为-970万元，较去年-6420万元的同期水平亏损大幅收窄。
- **降本效应明显，盈利能力有所提高。**公司积极采取降成本控费用措施，第三季度销售费用、财务费用和资产减值损失分别同比下降12.72%、36.93%和97.89%，盈利能力显著改善。此外，公司第三季度应收账款和营业收入的比值为0.31，大幅低于同期行业0.68的平均水平，我们认为公司面临的坏账减值风险较低，能够为业绩稳定增长提供保障。
- **公司国际化转型不断提速。**公司持续推进全球营销网点的建设，实施国际业务“4K”战略，今年4月公司全系列产品参展德国慕尼黑宝马展，并与美国康明斯签订了服务与配件的全球合作协议。6月公司又与波兰国家研发中心签署协议，共建柳工欧洲研发中心。此外，随着“一带一路”战略的加速推进，公司临近南亚具备区域优势，装载机、挖掘机、平地机、压路机、挖掘装载机等产品出口继续保持行业前列。
- **首次覆盖给予公司“增持”评级：**预计2016-2018年公司净利润分别为18、153、328百万元，对应EPS分别为0.02、0.14、0.29元/股，按照11月10日股价7.45元计算，对应PE分别为470、55、26倍。我们认为公司盈利能力稳定，随着工程机械行业景气回暖和国际化转型的推进，未来业绩有望大幅改善，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**工程机械行业景气度下行，公司业绩大幅下滑，国际化转型不及预期。

表 1: 公司盈利及估值预测

| 预测指标      | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 6656  | 6848  | 8031  | 9431  |
| 增长率(%)    | -35%  | 3%    | 17%   | 17%   |
| 净利润(百万元)  | 21    | 18    | 153   | 328   |
| 增长率(%)    | -89%  | -16%  | 756%  | 115%  |
| 摊薄每股收益(元) | 0.02  | 0.02  | 0.14  | 0.29  |
| ROE(%)    | 0.24% | 0.20% | 1.68% | 3.49% |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 2: 柳工盈利预测表

| 证券代码:             | 000528.SZ    |              |              |              | 股价:               | 7.45         |              | 投资评级:       | 增持          |              | 日期:          | 2016/11/11   |  |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 财务指标              | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        | 每股指标与估值           |              |              |             | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |  |
| <b>盈利能力</b>       |              |              |              |              | <b>每股指标</b>       |              |              |             |             |              |              |              |  |
| ROE               | 0.24%        | 0.20%        | 2%           | 3%           | EPS               |              |              |             | 0.02        | 0.02         | 0.14         | 0.29         |  |
| 毛利率               | 26%          | 25%          | 26%          | 26%          | BVPS              |              |              |             | 7.91        | 7.93         | 8.06         | 8.36         |  |
| 期间费率              | 25%          | 24%          | 23%          | 22%          | <b>估值</b>         |              |              |             |             |              |              |              |  |
| 销售净利率             | 0%           | 0%           | 2%           | 3%           | P/E               |              |              |             | 393.34      | 469.98       | 54.90        | 25.59        |  |
| <b>成长能力</b>       |              |              |              |              | P/B               |              |              |             | 0.94        | 0.94         | 0.92         | 0.89         |  |
| 收入增长率             | -35%         | 3%           | 17%          | 17%          | P/S               |              |              |             | 1.26        | 1.22         | 1.04         | 0.89         |  |
| 利润增长率             | -89%         | -16%         | 756%         | 115%         | <b>利润表(百万元)</b>   |              |              |             |             |              |              |              |  |
| <b>营运能力</b>       |              |              |              |              | <b>营业收入</b>       | <b>6656</b>  | <b>6848</b>  | <b>8031</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |  |
| 总资产周转率            | 0.33         | 0.32         | 0.38         | 0.43         | 营业成本              | 4957         | 5123         | 5980        |             |              |              |              |  |
| 应收账款周转率           | 1.74         | 1.74         | 1.88         | 2.03         | 营业税金及附加           | 43           | 44           | 52          |             |              |              |              |  |
| 存货周转率             | 1.86         | 2.01         | 2.41         | 3.00         | 销售费用              | 729          | 715          | 808         |             |              |              |              |  |
| <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              | 管理费用              | 729          | 705          | 827         |             |              |              |              |  |
| 资产负债率             | 56%          | 58%          | 57%          | 58%          | 财务费用              | 178          | 211          | 191         |             |              |              |              |  |
| 流动比               | 1.84         | 1.70         | 1.77         | 1.73         | 其他费用/(-收入)        | (135)        | (152)        | (142)       |             |              |              |              |  |
| 速动比               | 1.48         | 1.39         | 1.46         | 1.46         | <b>营业利润</b>       | <b>(114)</b> | <b>(103)</b> | <b>30</b>   |             |              |              |              |  |
| <b>资产负债表(百万元)</b> | <b>2015</b>  | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | 营业外净收支            | 166          | 124          | 145         |             |              |              |              |  |
| 现金及现金等价物          | 4269         | 6705         | 6681         | 7147         | <b>利润总额</b>       | <b>51</b>    | <b>20</b>    | <b>175</b>  |             |              |              |              |  |
| 应收款项              | 3822         | 3932         | 4282         | 4641         | 所得税费用             | 31           | 3            | 26          |             |              |              |              |  |
| 存货净额              | 2670         | 2571         | 2506         | 2349         | <b>净利润</b>        | <b>21</b>    | <b>17</b>    | <b>149</b>  |             |              |              |              |  |
| 其他流动资产            | 2980         | 3071         | 3140         | 3209         | 少数股东损益            | (1)          | (0)          | (4)         |             |              |              |              |  |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>13741</b> | <b>14075</b> | <b>14405</b> | <b>15142</b> | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>21</b>    | <b>18</b>    | <b>153</b>  |             |              |              |              |  |
| 固定资产              | 2428         | 2346         | 2329         | 2363         | <b>现金流量表(百万元)</b> |              |              |             | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |  |
| 在建工程              | 396          | 426          | 451          | 451          | <b>经营活动现金流</b>    | <b>145</b>   | <b>96</b>    | <b>91</b>   |             |              |              |              |  |
| 无形资产及其他           | 650          | 650          | 585          | 520          | 净利润               | 21           | 17           | 149         |             |              |              |              |  |
| 长期股权投资            | 360          | 360          | 360          | 360          | 少数股东权益            | (1)          | (0)          | (4)         |             |              |              |              |  |
| <b>资产总计</b>       | <b>20384</b> | <b>21207</b> | <b>21239</b> | <b>22145</b> | 折旧摊销              | 256          | 186          | 182         |             |              |              |              |  |
| 短期借款              | 2804         | 3604         | 3604         | 4104         | 公允价值变动            | 0            | 0            | 0           |             |              |              |              |  |
| 应付款项              | 2319         | 2276         | 1996         | 1946         | 营运资金变动            | (131)        | (108)        | (236)       |             |              |              |              |  |
| 预收帐款              | 143          | 147          | 172          | 202          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(228)</b> | <b>(488)</b> | <b>232</b>  |             |              |              |              |  |
| 其他流动负债            | 2199         | 2243         | 2381         | 2488         | 资本支出              | 113          | 51           | (8)         |             |              |              |              |  |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>7464</b>  | <b>8269</b>  | <b>8152</b>  | <b>8740</b>  | 长期投资              | 39           | 0            | 0           |             |              |              |              |  |
| 长期借款及应付债券         | 3563         | 3563         | 3563         | 3563         | 其他                | (380)        | (540)        | 240         |             |              |              |              |  |
| 其他长期负债            | 451          | 451          | 451          | 451          | <b>筹资活动现金流</b>    | <b>2519</b>  | <b>800</b>   | <b>0</b>    |             |              |              |              |  |
| <b>长期负债合计</b>     | <b>4014</b>  | <b>4014</b>  | <b>4014</b>  | <b>4014</b>  | 债务融资              | 1461         | 800          | 0           |             |              |              |              |  |
| <b>负债合计</b>       | <b>11478</b> | <b>12283</b> | <b>12166</b> | <b>12754</b> | 权益融资              | 0            | 0            | 0           |             |              |              |              |  |
| 股本                | 1125         | 1125         | 1125         | 1125         | 其它                | 1058         | 0            | 0           |             |              |              |              |  |
| 股东权益              | 8906         | 8924         | 9073         | 9392         | <b>现金净增加额</b>     | <b>2436</b>  | <b>407</b>   | <b>323</b>  |             |              |              |              |  |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>20384</b> | <b>21207</b> | <b>21239</b> | <b>22145</b> |                   |              |              |             |             |              |              |              |  |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

## 【分析师承诺】

冯胜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。